

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 20051300922

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

基于行为金融学的中国证券投资研究

Chinese Securities Investment Research Based on the  
Behavior Finance

李 坤

指导教师姓名: 杜 朝 运 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2 0 0 8 年 月

论文答辩日期: 2 0 0 8 年 月

学位授予日期: 2 0 0 8 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2008 年 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在          年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期：          年    月    日

导师签名：

日期：          年    月    日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 内 容 摘 要

我国的证券市场是一个新兴市场，尤其是股票市场还处于一个初级发展阶段，虽然经过十多年的发展，取得了令人瞩目的成就，但在许多方面尚未成熟，一些新问题也不断暴露出来，其中一个突出的问题，就是我国股票市场表现出了明显的非理性特征。这已经成为影响和制约我国股票市场进一步健康、稳定发展的一个非常重要的问题。所以在中国证券市场的投资实践更需要考虑心理和行为因素，而行为金融学正是这样一个学科。

行为金融学起源于20世纪50年代，兴起于20世纪80年代，它针对传统金融理论模型的缺陷，从一个全新的角度对金融及经济问题进行了分析。该理论的有限理性假设比传统金融理论的完全理性假设更符合金融市场或经济现象的真实情况，在很大程度上解释了传统金融学所不能解释的市场现象。与传统金融学理论的理性分析框架相比，行为金融学更注重人的实际心理和经济行为，从而能够为金融决策提供更贴近现实的指导。

本文从中国证券市场的实际情况着手，以行为金融理论为基础，通过对行为金融理论的阐述以及对投资者行为的分析，系统地论述了投资者的各种心理和行为偏差，揭示出行为主体非理性的特征。接着，本文归纳了行为金融学的主要投资策略，并综合中国股票市场投资的实际特点对这些行为投资策略进行了具体分析，总结了这些行为投资策略的过程管理。此外，本文还通过实证分析的方法，对我国股票市场的羊群行为进行了论证，并在第四章对反向投资策略在我国证券市场的应用进行了实证检验，得出了相应的结论。

**关键词：**行为金融学；行为投资策略；实证分析

厦门大学博硕士论文摘要库

## Abstract

As an emerging market, Chinese securities market is still in an early stage of development, particularly the stock market. Although obvious achievement has been gained after 10 years development, it's not yet mature enough in many ways, new problems emerged gradually. And the outstanding one is Chinese stock market has shown the obvious characteristics of the non-rational which has become an important problem effects our stock market to develop healthy and steadily. So it's necessity to take psychological and behavioral factors into account in the investment of Chinese securities market. The behavioral finance is just a subject.

Behavioral finance originated in 1950's and revived in 1980's. To aim at the defects of the traditional models, behavioral finance analyzes financial and economic problems from a new angle. According with the fact of finance market, limited rationality hypothesis of this theory is more suitable than the entire one in traditional theory, and marketing phenomenon can be explained by it to a large extent. Compare with the rational analytical frame of standard financial theory, behavioral finance pays more attention to the person's real psychology and economic behavior, which can provide for financial decision close to realistic guidance.

Behavioral finance originated in 1950's and revived in 1980's. To aim at the defects of the traditional models, behavioral finance analyzes financial and economic problems from a new angle. According with the fact of finance market, limited rationality hypothesis of this theory is more suitable than the entire one in traditional theory, and marketing phenomenon can be explained by it to a large extent. Compare with the rational analytical frame of standard financial theory, behavioral finance pays more attention to the person's real psychology and economic behavior, which can provide for financial decision close to realistic guidance.

**Key words:** Behavioral Finance; Behavioral Investment Strategies; Empirical Analysis

厦门大学博硕士论文摘要库



## 目 录

导 论.....	1
一、研究的背景、目的和意义 .....	1
二、行为金融学投资理论综述 .....	2
三、本文的研究思路与框架 .....	6
第一章 行为投资策略形成的原理与类型 .....	8
第一节 行为投资策略的形成的基础 .....	8
一、传统金融学指导下的投资策略的局限性.....	8
二、投资者的认知与行为偏差.....	8
第二节 行为投资策略的形成及理论依据 .....	11
一、行为投资策略的形成.....	11
二、行为投资策略的理论依据.....	11
第三节 行为投资策略的典型类型 .....	13
一、反向投资策略.....	14
二、动量交易策略.....	14
三、价值投资策略.....	15
四、小盘股投资策略.....	15
五、资金平均策略和时间分散化策略.....	15
六、集中投资策略.....	16
第二章 我国证券市场的投资者行为分析——以股票市场为例.....	17
第一节 中国股票市场现状及其非理性表现 .....	17
一、中国股票市场的现状.....	17
二、中国股票市场的非理性表现.....	18
第二节 中国股票市场投资者行为的分析 .....	20
一、中国股票市场投资者的构成.....	20
二、中国证券投资者的心理偏差分析.....	22

三、我国股票市场个人投资者的非理性行为的主要特征.....	24
<b>第三节 中国股票投资者“羊群行为”的实证检验 .....</b>	<b>24</b>
一、测量羊群行为的指标.....	25
二、样本的选择及数据.....	25
三、结论与建议.....	28
<b>第三章 对中国证券市场建设及股票投资者投资策略的建议.....</b>	<b>29</b>
<b>第一节 对中国证券市场建设的建议 .....</b>	<b>29</b>
<b>第二节 对证券投资者投资策略选择的建议 .....</b>	<b>30</b>
一、投资者要在行为金融学指导下进行投资过程管理.....	30
二、几种典型的投资策略在实施中的投资过程管理.....	33
三、应用反向投资策略在中国股票市场进行投资的实证分析.....	37
四、投资者在进行基金投资时应该注意的问题.....	38
<b>本文的结论 .....</b>	<b>42</b>
<b>参考文献.....</b>	<b>43</b>
<b>感谢语.....</b>	<b>46</b>

## Contents

<b>Introduction.....</b>	<b>1</b>
1.Background, purpose and significance of the study.....	1
2.Summerize of the behavioral finance investment theory.....	2
3.Ideas and framework of the study .....	6
<b>Chapter 1 Formation of investment strategy with the principles and types .....</b>	<b>8</b>
<b>Section 1 Base of the behavioral investment strategy .....</b>	<b>8</b>
1. Traditional finance investment strategy under the guidance of the limitations .....	8
2. Investors cognitive and behavioral deviation.....	8
<b>Section 2 The formation of the behavioral investment strategy and theoretical basis.....</b>	<b>11</b>
1.The formation of the behavioral investment strategy.....	11
2.Theoretical basis .....	11
<b>Section 3 Typical type of the behavioral investment strategy.....</b>	<b>13</b>
1. Reverse investment strategy.....	14
2. Momentum trading strategy.....	14
3. Value of the investment strategy.....	15
4. Small-cap investment strategy.....	15
5. Average funding strategies and time decentralized strategies.....	15
6. Focused investment strategy.....	16
<b>Chapter 2 Investor's behavior analysis of China's securities market - the stock market as an example.....</b>	<b>17</b>
<b>Section 1 The status and non-rational of China's stock market performance.....</b>	<b>17</b>
1. The status of China's stock market.....	17

2. Non-rational performance of China's stock market.....	18
<b>Section 2 China's stock market investor behaviour analysis.....</b>	<b>20</b>
1. The composition of China's stock market investors.....	20
2. China's securities investors psychological deviation analysis.....	22
3. Features of individual investors' non-rational behavior in China's stock market.....	24
<b>Section 3 "Herding Behavior" Positive Test of China's stock investors.....</b>	<b>24</b>
1. Herding Behavior Survey indicators.....	25
2. The choice of samples and data.....	25
3. Conclusion and advice.....	28
<b>Chapter 3 Construction of China's securities market and stock investors to invest in the proposed strategy.....</b>	<b>29</b>
<b>Section 1 The recommendations of China's securities market .....</b>	<b>29</b>
<b>Section 2 The proposal for securities investors on the choice of investment strategy.....</b>	<b>30</b>
1. The guidance of the investment process management.....	30
2.The management of investment process in the implementation of several typical investment strategies .....	33
3. Application of reverse investment strategy in China to invest in the stock market - Empirical Analysis .....	37
4. Advice for fund investors in the process of investment.....	38
<b>Conclusion .....</b>	<b>42</b>
<b>Reference .....</b>	<b>43</b>
<b>Acknowledgement.....</b>	<b>46</b>

## 导 论

### 一、研究的背景、目的和意义

行为金融理论是在对现代金融理论(尤其是在对 EMH 和 CAPM)的挑战和质疑的背景下形成的。本世纪五十年代, Markowitz(1952)的资产均值--方差模型的诞生标志着金融学的一项重大突破。接着在 Sharp(1964)、Lintner(1965)、Mossin(1965)等人的努力下,发展成价值均衡理论,即资本资产定价模型 CAPM。它与 Ross(1976)的套利定价模型, Black & Scholes(1972)的期权定价模型等等一起共同形成了现代金融学的理论框架。但是,这些理想的模型在越来越多的现实检验中出现问题,很多学者发现这些模型在统计过程中出现很多异常现象。行为金融学就是在这种环境下发展起来的。在不断对传统金融理论提出质疑和对现实的实证分析中,行为金融学逐渐演变成了一门分析人的心理、行为以及情绪对人的金融决策、金融产品的价格以及金融市场发展趋势的影响的新兴金融学分支。

行为金融学是基于行为学、金融学、社会学、经济学、决策学、心理学的理论来分析金融市场主体(决策者)在金融市场行为中的心理特征,并以此来研究投资者的决策行为及其对资产定价的影响的一门学科,其最大的特点是把金融投资与行为交易看成是一种心理过程,并认为交易者并非是理性人,而是存在着认知、情感和决策等心理偏差。这些心理偏差加上金融市场上的群体偏差(如羊群行为)就会导致投资过程中的决策偏差,使得资产价格偏离其内在价值,进而出现资产定价偏差。行为金融学就是从这种微观个体行为以及产生这种行为的心理等动因来解释、研究和预测金融市场的发展,这一研究视角通过分析金融市场主体在市场行为中的偏差和反常,来寻求不同市场主体在不同环境下的经营理念及决策行为特征,力求建立一种能正确反映市场主体实际决策行为和市场运行状况的描述性模型。

中国证券市场经过十几年的高速发展,取得了长足的进步,但是市场的波动较大,市盈率较高,投机过度,泡沫严重等问题较为突出,股票价格与基本面脱离较大的情况普遍存在。中国证券市场问题的产生除了市场制度建设上的缺陷而外,投资者普遍而经常的非理性行为也是导致问题出现的重要原因。与此同时,

中国证券市场上黑庄频频,崇拜股评及高换手率等大量异常现象也使得标准金融理论受到了挑战,但这却恰恰给行为金融理论留下了活跃的空间。中国的股票市场是在中国经济转轨过程中产生的,利用行为金融学这一新兴金融学分支来研究在经济转轨过程中投资人的非理性行为以及各种异常现象就显得更具有特别的意义。一方面,通过对这些行为的总结分析,可以为我们展示我国证券市场中非理性投资者的行为路径,揭示中国证券市场非理性的根源和生成机理,从而为改善我国证券市场宏观制度的设计以及促进有效微观机制的形成提供重要参考;另一方面,行为金融理论的引入也为我们分析研究中国投资者行为提供了新的方法和工具,为我们提供了全新的理论视角,并且有助于投资者在此基础上形成基于行为金融理论的投资策略。

基于上述考虑,本文力图以行为金融学作为理论工具,在对行为金融理论以及相应投资策略进行全面梳理和分析的基础上,对我国证券市场的投资者行为路径进行全面而细致的分析,并且就我国股票市场典型的“羊群行为”做出实证研究,最终形成对我国完善证券市场建设的具体建议,以及为我国投资者投资策略的合理选择提供具有特殊价值的重要参考。

## 二、行为金融学投资理论综述

现代金融学起源于 20 世纪 50 年代,它随着金融市场的形成应运而生,随着金融市场的发展而发展。金融投资问题的理论研究,经历了从早期的比较直观的研究方式到现代的高度理论化与系统化的研究方式。对现代金融学有原创性贡献的是阿罗-德布罗(Arrow-Debreu)的一般均衡理论<sup>[1]</sup>,而现代投资理论的开端是以 1952 年马科维茨(Markowitz)发表的《投资组合选择》的论文提出了资产组合理论为标志<sup>[2]</sup>。在此之后,莫迪利亚尼(Modigliani)和米勒(Miller)于 1958 年提出了对资本结构的数理分析<sup>[3]</sup>。至此,金融投资问题的理论研究,开始具备了数理统计化、量化和模型化的特征。进入二十世纪六、七十年代,又先后出现了资本资产定价理论、有效市场理论、期权定价理论以及套利定价理论等等。这些理论都较好地解释了金融市场的运作机理和金融资产的定价机制,成为现代金融学的理论基础。这些经典金融理论共有三个关键的基本假设:投资者是理性的、有

效市场和股票价格遵循随机游走<sup>[4]</sup>。

但是，自上世纪 80 年代以来，不少学者发现，金融市场的一些经济现象与这些传统的金融理论不相一致，特别是投资者的“完全理性”假说近年来遇到了实践检验方面的严重挑战。这种挑战推动了另外一些金融理论的产生和兴起，形成了行为金融理论及其它一些金融投资理论。下面我们从理论假设、理论模型及理论贡献等几个角度对金融投资理论各流派争论的焦点和理论的发展进行简单的描述和评论<sup>[5]</sup>。

### 1、金融学研究空间的拓展——从传统金融投资理论到行为金融投资理论

传统金融投资理论的研究是以“有效市场”为基石的，真正研究市场有效性问题是从研究随机游走行为开始的。最早描述和检验随机游走模型的经济学家是法国经济学家巴切里亚(Bachelier)。1900 年他在其博士论文中把统计方法运用于股票、债券、期货和期权投资工具的赌博行为分析中，认为价格行为的基本原则是公平游戏，投机者的期望利润应为零。他提出了几乎和 70 年以后产生的有效市场假说完全一致的思想，并且给出了世界上第一个期权定价公式<sup>[41]</sup>。巴切里亚之后关于证券价格行为的研究并没有得到很大的发展，直到 1964 年，金融经济学的奠基人库特纳(Cootner)在其出版的《股票市场的随机游走特点》一书中提出了随机游走理论，从而形成了数量分析的观点。他在该书中指出：股票价格变化在顺序上相互独立，因而历史价格并不是未来价格方向的可靠线索，简言之，价格变化是随机而不可预测的<sup>[8]</sup>。其后，奥斯本 (Osborn) 也指出股票市场价格的变化过程就好像流体粒子的运动，即人们所说的布朗运动（悬浮微粒不停地做无规则运动的现象叫做布朗运动）<sup>[45]</sup>。但是，他们提出的观点只是建立在观察基础上的，并没有对这些假设进行合理的经济学解释。直到 1965 年和 1966 年萨缪尔森 (Samuelson) 和曼德伯特 (Mandelbot) 两位经济学家在仔细研究了随机游走模型理论之后，才较为严密地提出了有效市场假说期望收益模型中的“公平游戏”原则<sup>[26]</sup>。

在此基础上，美国芝加哥大学的金融学教授法马(Fama)博采众长，于 1970 年在其发表的题为《股票市场价格的行为》一文中，提出了有效市场假说(Efficient Market Hypothesis)。有效市场假说是现代金融和证券理论方面的一个重要基石。这一假说指出如果证券市场上的证券价格能够迅速充分地反映所有有关证券价

格的信息，则证券市场上的证券价格变化就是完全随机的，投资者不可能利用某些分析模式和相关信息始终如一的在证券市场上获取超额利润<sup>[43]</sup>。

有效市场假说的理论基础由以下三个逐渐弱化的假设组成：第一、假设资本市场上所有的投资者都是理性人，他们能够对证券进行合理的评价。第二、即使有些投资者不是理性的，他们的交易也不会影响资产的价格。第三、即使投资者的非理性行为并非随机的，而是具有相关性的，但由于他们在市场中将遇到理性套利者，而后者将消除前者对价格的影响。因此只要资产之间具有相似的替代关系，即使部分投资者不理性或者他们的需求具有相关性，套利者也可以将资产价格保持在基本价值的附近。

以上分析可以使我們容易看出理性人假设与有效市场假说之间的联系。当市场是由完全的理性投资者组成时，投资者的非理性预期与理性决策保证了资本市场的有效性。当市场是交易策略互不相关的非理性投资者和理性投资者共同构成时，市场的有效性则依赖于交易的随机性和理性投资者的干预。而当市场是由交易相关的非理性投资者和理性的套利者构成时，套利交易的有效性和市场选择将保持市场的有效性。该理论把竞争均衡理论运用到资本市场的分析中，从而为资本资产定价确定了理论基础。

有效市场假说提出后，引起了投资者和理论研究者的广泛关注，研究人员对此进行了大量的实证研究。尽管许多实证研究对有效市场假说做出了肯定（20世纪60、70年代早期的研究对有效市场假说多持肯定态度）。但同时也有相当一部分实证研究的结果对有效市场假说提出了质疑。特别是进入20世纪80年代以来，金融证券市场大量异象（即传统金融学无法解释的现象）的出现，使人们对传统金融理论的正确性产生了怀疑。这些异象包括股权溢价之谜、红利之谜、封闭基金折价之谜等等。对于这些现象，传统金融理论的支持者也试图做出一些解释，但这些解释仍不能完全令人满意。于是，行为金融理论应运而生。如果把传统金融学看作是线性研究的话，那么行为金融学理论和资本市场混沌理论可以说是非线性研究。

## 2、行为金融学的产生与发展

行为金融学理论是在对传统金融理论的质疑上产生的。由本文前面的介绍可知传统金融学是以法马的有效市场假说为核心，认为投资者是完全理性的，证券



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库